

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 452, 24 de Septiembre de 2008

AL INSTANTE

PROYECCIONES SEPTIEMBRE 2008: INCERTIDUMBRE ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL

La preocupante incertidumbre manifestada por los banqueros centrales en la reunión anual organizada por el Federal Reserve, que se realizó en Jackson Hole, Estados Unidos en agosto recién pasado, evolucionó hacia mediados de septiembre hacia la percepción de un fuerte riesgo sistémico, cercano al umbral de una debacle.

En otros términos a un “crack del sistema financiero” o de un meltdown, con severos efectos en la economía real de Estados Unidos y un contagio de alto riesgo a los sistemas financieros del G3 y de las economías emergentes (EM).

Los mercados financieros tendieron a secarse, la tasa de libor interbancario se duplicó o triplicó, quedando en más de un 6%, (ahora ha vuelto a poco menos de 3%) y llegó en su punto bajo a 3,4%, mientras la tasa del bono del Tesoro a diez años es de 3,8% y uno de los bancos de inversión más tradicionales, Lehman Brothers, al no encontrar comprador, terminó acogiéndose a la normativa de quiebra.

Casi simultáneamente, otro banco de inversión importante, Merrill Lynch, tuvo que buscar apresurado refugio en una fusión con el Bank of America y la aseguradora más grande de Estados Unidos,

AIG (US\$ 1,0 trillones de activos) empezó a ser percibida en los mercados con graves riesgos. Las acciones de los bancos de inversión cayeron fuertemente, en algunos casos 70 u 80% o más y las acciones de AIG mostraron también un rápido deterioro, especialmente, debido a su producto CDS, un seguro a instrumentos de crédito compuestos por hipotecas o hipotecas subprime.

La magnitud de las operaciones de AIG, si entrara en problemas, al igual que Fannie Mae y Freddie Mac, (US\$ 1,8 trillones de activos que fueron nacionalizadas pocas semanas antes) podría materializar el riesgo sistémico en el mercado financiero más importante del mundo (USA) y contaminar severamente otros mercados, y aún como consecuencia o efecto, debilitar fuertemente el dólar o generar un pánico, relacionado con esta moneda de vasto uso en el sistema de pagos internacionales.

La política del Federal Reserve y del Tesoro, hasta ese momento, había sido reactiva, inyectando cuando era necesario, en conjunto con otros bancos centrales, grandes cantidades de medios de pago, para dar liquidez a los mercados y también bajando la tasa de interés de referencia, que llegó a un 2% nominal, o sea, negativa en términos reales. Las magnitudes de

medios de pago inyectadas por los bancos centrales del G3 fue más de US\$400.000 millones la semana pasada.

Todo lo anterior no fue suficiente, como tampoco los US\$ 85 mil millones y seminacionalización de AIG (el Estado tomó 80% de sus acciones), para estabilizar los mercados financieros.

La política discrecional de elegir, caso a caso, qué institución financiera representaba un riesgo sistémico y auxiliarla con una intervención directa del Tesoro o del Fed, fracasó. La crisis percibida como de liquidez evolucionó hacia dificultades de solvencia y surgieron, abruptamente, dos alternativas: a) el colapso del sistema financiero, con vastos efectos de contagio a nivel global, ya sea en el arca financiera o real, desembocando, posiblemente, en una “depresión” o b) el rescate (bail out) del sistema financiero en su conjunto, con lo cual este dilema produjo un cambio fundamental en la política gradual y selectiva de ayuda financiera del Fed y del Tesoro, a institución por institución, y desembocó, forzosamente, a un enfoque de apoyo generalizado a todo el sistema financiero. No sólo a bancos comerciales, sino también a los de inversión, a los cuales se les autorizó para transformarse en Holdings bancarios (Goldman Sacks y Morgan Stanley, que quedaban) y se incluyó, también, a una gama de otras instituciones financieras, incluso extranjeras, que operan y dan empleo en Estados Unidos.

Como efecto de lo anterior, prácticamente desaparecieron los bancos de inversión, rechazados por el mercado mediante baja brusca de sus acciones. Se rechazó, así, el alto apalancamiento de la banca de inversión y la falta de regulación y supervisión.

El Secretario del Tesoro, Henry Paulson, ha declarado que le repugna esta solución de apoyo generalizado al sistema financiero, con una intervención masiva del Estado vis a vis la laboriosa liberalización del sistema financiero, que tomó más de una década, es decir, gran parte del período de Alan Greenspan en la Reserva Federal y la dedicación de Gobiernos como el de Reagan y Bush.

Pero señaló también que la alternativa a esta gran y costosa intervención era peor, vale decir, el colapso del sistema financiero y un efecto depresivo, posiblemente de larga duración en el área real nacional y global.

Otra medida, aplicada la semana pasada, también repugnante para el enfoque de mercado de Allan Greenspan, fue la suspensión, por dos años, de las ventas cortas de acciones bancarias.

La solución actual, una intervención masiva en el sistema financiero, la mayor intentada hasta ahora, se configura en un fondo de US\$ 700 mil millones para compras, con bonos del Tesoro, de cartera “tóxica” o mala, a una variedad de instituciones financieras, por un monto estimado, inicialmente, en US\$ 700 mil millones, lo cual junto con el déficit fiscal, sumaría US\$ 1.500 miles de millones, o sea, aproximadamente un 10% del PIB de Estados Unidos, que se agregarían a la deuda pública de Estados Unidos.

Es difícil saber si esa magnitud será suficiente en los próximos dos años. El profesor de Harvard, Kenneth Rogoff, está estimando que se requerirán, por lo menos, un trillón de dólares (mil miles de millones).

Al abrir los mercados bursátiles al día hábil siguiente de los anuncios del plan de

rescate se han expresado dudas, a través de volatilidad (VIX de más de 30%) y caída importante de los precios de acciones. Esta incertidumbre es causada por el monto, la opacidad y falta de detalles del plan, el procedimiento y urgencia con que se aprobó en el Congreso de Estados Unidos y los desacuerdos iniciales entre Gobierno y oposición, que con visión político electoral o populista, quieren sacar provecho, de corto plazo, contraponiendo las imágenes e intereses de Wall Street y Main Street, o sea los privilegiados y el pueblo.

Los Demócratas insisten en un acuerdo con los Republicanos para la aprobación de un segundo proyecto de rescate a los deudores hipotecarios.

El Gobierno ha dicho, a través de Paulson que espera una aprobación rápida y limpia de la autorización para el plan de rescate financiero, y la oposición demócrata desea asegurar elementos o recursos de ayuda directa a los deudores hipotecarios, incluir normas de gobernabilidad, compensación y vigilancia independiente de la operación del plan. Esto aumenta los recursos necesarios en 100 o 150 mil millones de dólares y reduce la velocidad de la aprobación parlamentaria. Posiblemente, sin embargo, se llegue a acuerdos políticos, dada la urgencia y los riesgos del tema.

Es necesario definir, también, muchos aspectos operativos, dada la magnitud y complejidad del plan de rescate y los ajustes que requerirá el sector financiero y su regulación futura.

El economista de Goldman Sacks, Jan Hatzius, dice con razón, que las principales condiciones para resolver la crisis financiera son:

- Reconocimiento del valor de los activos financieros en poder de las instituciones financieras.
- Recapitalización del sistema bancario, fundamental para restablecer su funcionamiento.
- Ayuda (relief) para los deudores, de modo que puedan pagar sus deudas.

Todas estas condiciones no están aún presentes en la solución del Departamento del Tesoro. De ahí el nerviosismo y la volatilidad de los mercados financieros.

Desde el punto de vista político y de un próximo cambio electoral de Gobierno, los recursos públicos considerables que absorbe el plan de rescate financiero limitan iniciativas de los programas de los candidatos a la Presidencia de la República, lo cual tiene cierta connotación político electoral inmediata y genera fricción política.

Las reacciones de instituciones financieras internacionales han sido positivas, el FMI, a través de Dominique Strauss-Khan y de John Lepasky han apoyado el plan de rescate financiero de manera inmediata y también lo ha hecho la OECD, diciendo:

“Al poner fin al desapalancamiento de las instituciones financieras, que estaba ocurriendo a una velocidad alarmante, a través de pedidos de capital y contracción crediticia, el plan de rescate sistémico contribuye a estabilizar las economías de Estados Unidos y del mundo” (Secretario General de la OECD Angel Gurría).

Están apareciendo numerosos comentarios o reflexiones sobre las causas de la crisis financiera, en que se enfatiza la desregulación, la codicia de los banqueros, los incentivos de compensación, la falta de vigilancia de la SEC, el modelo de negocios de los bancos de inversión con bajo apalancamiento; pero asimismo, muchas

veces se omiten otras causas muy importantes en esta y otras crisis, como es la gran intervención distorsionadora del Estado, generando desequilibrios macroeconómicos a través de un inflado gasto público y políticas prolongadas de dinero barato de los bancos centrales, que inducen un alto gasto privado o el endeudamiento excesivo de los agentes productivos y del consumidor, lo cual genera inflación y mayor riesgo crediticio, así como las súbitas y tardías respuestas contractivas de la banca central, frente a la inflación de precios al consumidor y a las burbujas de precios de activos.

Sin duda, la prolongada política monetaria laxa del Federal Reserve, con tasas de interés de corto plazo muy bajas o negativas, el gasto público muy elevado, debido a la guerra con Irak, el déficit significativo del sector público durante un período extenso y el elevado déficit en cuenta corriente, todo lo cual incidió en un fuerte debilitamiento del dólar, son políticas públicas incoherentes, que inducen respuestas negativas y riesgosas del sector privado.

Las medidas de contención de la crisis financiera han sido también tardías, por su carácter reactivo, lo cual ha afectado a la economía, tanto de Estados Unidos como global, a través del crédito más caro y escaso, por los precios altos de la energía y los alimentos, por la caída de la riqueza financiera y los trastornos en los mercados hipotecarios y de bienes raíces.

En Estados Unidos se proyecta un crecimiento económico bajo el segundo semestre y en Japón y Europa también sería bajo, o levemente negativo. Estos dos últimos estarían ya pasando por una recesión suave. Las economías emergentes están, también, en un proceso de desaceleración, afectadas por el menor

dinamismo de las economías desarrolladas del grupo G3, por los altos precios de la energía y los alimentos, que generan una inflación que es necesario combatir con mayores tasas de interés, por el alza de la cesantía, que convive con mayores costos laborales, la pérdida de riqueza bursátil y el menor y más caro acceso a los mercados financieros desarrollados y baja en la demanda por exportaciones.

China e India escapan a esta tendencia, que marca a las economías emergentes y continúan con un alto crecimiento económico, porque eluden el ciclo global de negocios, debido a sus grandes mercados internos y al rol que está jugando, actualmente, su demanda interna y la enorme necesidad de infraestructura. Sus sistemas financieros son relativamente simples y sobre regulados, de modo que no presentan contagio con la crisis financiera.

Las últimas cifras de la economía norteamericana muestran una gradual desaceleración, que se refleja en la caída de la producción industrial del mes pasado en 1,1%, las ventas al por menor más lentas (-0,3) y la confianza del consumidor muy baja (71.0).

Las cifras habitacionales continúan débiles en precios, ventas e inicio de construcción, lo cual continúa deteriorando los activos relacionados de los bancos.

La inflación, por otra parte, se percibe como más moderada, ante la baja de los precios de *commodities*, lo que permite dar un mayor espacio al Fed para operaciones de liquidez o rescate (solvencia).

Las cifras trimestrales de crecimiento se proyectan débiles para la economía norteamericana en el tercer y cuarto trimestre del año (0,5% y 1%).

Con el sistema financiero semiparalizado, por cartera mala creciente y falta de capital, se genera un efecto contractivo fuerte sobre la economía real, que además está en un ámbito de incertidumbre, por la

rápida sucesión de hechos. Todo esto puede conducir a una recesión o a una depresión, dependiendo del deterioro y recuperación del sector financiero►

Cuadro N° 1:
Economías Mundiales

	% Economía Mundial (PPC 2006)	PIB (Var.%)					Inflación Var.% 12 meses					Cuenta Corriente Como % PIB				
		2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2004	2005	2006	2007p	2008p
TOTAL G7	43,5%	2,9	2,3	2,7	2,1	1,3	2,0	2,3	2,3	2,2	3,7	-1,8	-2,3	-2,2	-1,7	-1,4
USA	21,4%	3,6	3,1	2,9	2,0	1,8	2,7	3,4	3,2	2,9	4,3	-5,5	-6,1	-6,0	-5,3	-4,7
Japón	6,6%	2,7	1,9	2,2	2,0	0,5	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,8	3,7	3,6	3,7	4,8	4,7
Alemania	4,3%	1,1	0,8	2,9	2,6	1,6	1,8	1,9	1,8	2,3	2,7	4,3	4,6	6,1	7,7	7,2
Francia	3,2%	2,5	1,7	2,2	2,1	1,0	2,3	1,9	1,9	1,6	3,5	0,5	-0,9	-1,3	-1,4	-1,7
Italia	2,8%	1,2	0,1	1,9	1,4	-0,1	2,3	2,2	2,2	2,0	3,6	-0,9	-1,6	-1,4	-2,4	-2,5
Reino Unido	3,3%	3,3	1,8	2,8	3,1	1,0	1,3	2,0	2,3	2,3	4,9	-1,6	-2,5	-3,9	-4,3	-3,3
Canadá	2,0%	3,1	3,1	2,8	2,7	0,7	1,8	2,2	2,0	2,1	3,2	2,3	2,0	1,4	0,9	1,2
Grandes Economías Emergentes	% Economía Mundial															
China	10,8%	10,1	10,4	11,1	11,9	10,1	3,9	1,8	1,5	4,8	4,1	3,6	7,2	9,4	9,7	7,1
Corea	n.a.	4,7	4,2	5,0	5,0	4,4	3,6	2,8	2,2	2,5	5,0	4,1	1,9	0,6	0,4	-0,6
India	10,5%	7,9	9,0	9,4	9,0	7,0	3,8	4,2	5,8	6,4	8,9	-0,4	-1,1	-1,1	-1,5	-2,6
Rusia	3,2%	7,2	6,4	7,4	8,1	7,4	11,0	12,5	9,8	9,1	13,4	10,1	11,0	9,5	5,9	7,1
Turquía	n.a.	8,9	7,4	6,1	4,6	3,8	8,6	8,2	9,6	8,8	10,0	-4,0	-4,7	-6,1	-5,8	-6,2
Euro area	16,1%	2,0	1,5	2,9	2,6	1,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,6	0,8	0,1	0,0	0,3	-0,4
Global	100%	5,3	4,8	3,7	3,5	2,3	2,5	2,7	2,7	2,7	4,4					
Developed Markets	56,4%	3,2	2,5	2,8	2,4	1,3	1,9	2,3	2,3	2,1	3,7	-1,1	-1,7	-1,8	-1,3	-1,2
Emerging Markets	43,6%	7,0	6,3	7,0	7,5	6,1	4,9	4,6	4,3	5,0	7,1	2,5	3,3	3,8	3,4	2,3

Fuentes: Consensus Forecasts, JPMorgan y FMI .

Cuadro N° 2:
Economías Latinoamericanas

	PIB (Var.%)						INFLACIÓN (Var.% 12 meses)						Cuenta Corriente Como % del PIB					
	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p
L.A (7)	6,4	4,7	5,3	5,4	4,4	4,0	5,9	6,6	5,2	6,0	7,8	6,8	1,4	1,7	1,9	0,9	-0,3	-1,7
Argentina	9,0	9,2	8,5	8,7	6,6	4,1	4,4	9,6	9,8	8,5	9,4	10,8	2,1	2,8	3,8	2,9	1,9	0,2
Brasil	5,7	2,9	3,7	5,4	5,0	3,8	6,6	6,9	3,1	4,5	6,3	4,8	1,8	1,6	1,3	0,3	-1,8	-2,9
Chile	6,0	5,7	4,0	5,1	4,2	4,0	1,1	3,1	2,6	7,8	8,2	4,7	2,2	1,1	3,8	4,4	-0,9	-3,8
Colombia	4,9	4,7	6,8	8,2	4,7	4,5	5,9	5,0	4,5	5,7	6,9	5,5	-0,9	-1,5	-2,2	-3,4	-3,7	-6,0
México	4,2	2,8	4,8	3,2	2,4	2,6	4,7	4,0	4,1	3,8	5,7	4,2	-1,0	-0,7	-0,2	-0,6	-0,7	-1,2
Perú	5,1	6,7	7,6	9,0	8,5	7,0	3,7	1,6	1,1	3,9	6,0	4,3	0,0	1,4	3,0	1,4	-3,1	-5,1
Venezuela	18,3	10,3	10,3	8,4	5,3	3,8	21,7	16,0	17,0	22,4	31,2	29,9	13,7	17,8	14,4	8,8	13,5	8,0

Fuente: Consensus Forecasts, JPMorgan y FMI

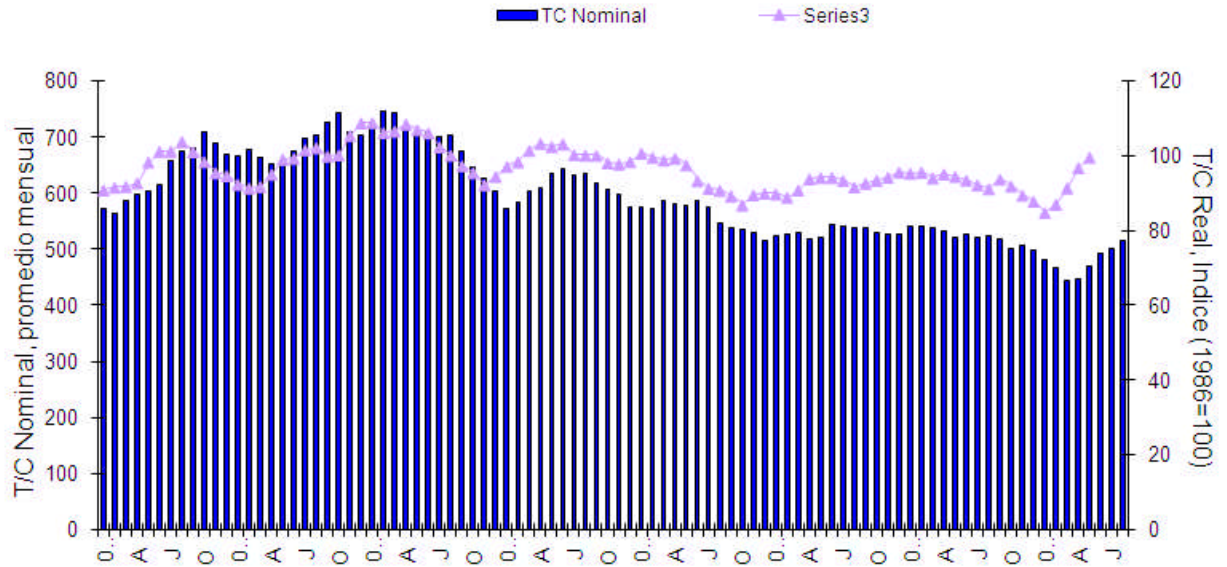
Cuadro N° 3:
Panorama de Mercado
Latinoamérica: Índices de Tipo de Cambio Real Efectivo
(Base 2000=100)

	2003	2004	2005				2006				2007				2008	
			Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV	Trim I	Trim II
Argentina	62,5	164,2	166,1	163,7	165,8	165,6	171,8	169,8	170,4	169,8	171,8	170,4	169,5	173,9	179,8	172,1
Brasil	98,2	94,4	86,1	76,3	74,9	72,8	69,2	73,5	71,5	70,7	68,9	65,1	64,9	58,3	56,7	52,5
Chile	91,6	100,3	99,6	95,4	86,1	85,5	87,3	85,1	86,7	89,8	90,6	85,8	85,1	81,2	75,7	81,9
Colombia	87,9	105,7	96,6	95,0	95,5	94,0	93,6	104,9	98,8	95,0	93,0	85,0	94,6	91,2	85,1	82,7
Ecuador	112,8	87,7	83,4	83,0	75,1	82,2	79,4	72,7	78,9	82,3	81,5	80,8	78,6	76,8	76,9	67,4
México	99,0	101,7	100,5	96,3	95,7	92,9	94,0	98,6	94,3	93,6	95,5	93,6	95,3	93,9	93,4	88,8
Perú	99,9	100,4	100,5	98,9	100,9	102,1	101,0	100,4	100,6	100,8	101,7	101,4	100,0	97,2	94,3	96,7
Venezuela	94,0	101,0	106,4	100,9	100,2	97,9	96,6	92,1	89,9	88,1	84,7	83,3	82,7	80,7	79,2	77,0
Corea	107,8	71,1	95,1	93,9	95,1	93,2	90,4	90,3	88,8	88,3	90,7	56,0	55,7	53,8	52,7	51,8
Turquía	92,8	104,8	82,3	80,6	80,4	79,4	80,4	100,9	83,7	83,0	82,0	88,7	90,5	91,6	99,0	101,0
Rusia	76,3	86,1	66,7	64,1	64,4	62,5	58,9	58,8	58,4	58,0	56,4	79,0	77,9	76,9	82,9	77,0
China	102,2	103,8	105,5	102,8	98,8	98,9	98,2	100,7	98,3	100,4	97,9	97,2	96,9	94,9	94,9	89,9

Nota: Para obtener una escala equitativa para todos los países en cuestión, se divide 10.000 por la base original del último mes del trimestre, extraída del informe mensual Emerging Markets Economic Indicators de JP Morgan.

Fuente: JP Morgan.

Gráfico N° 1:
Tipo de Cambio Nominal y Real: Chile



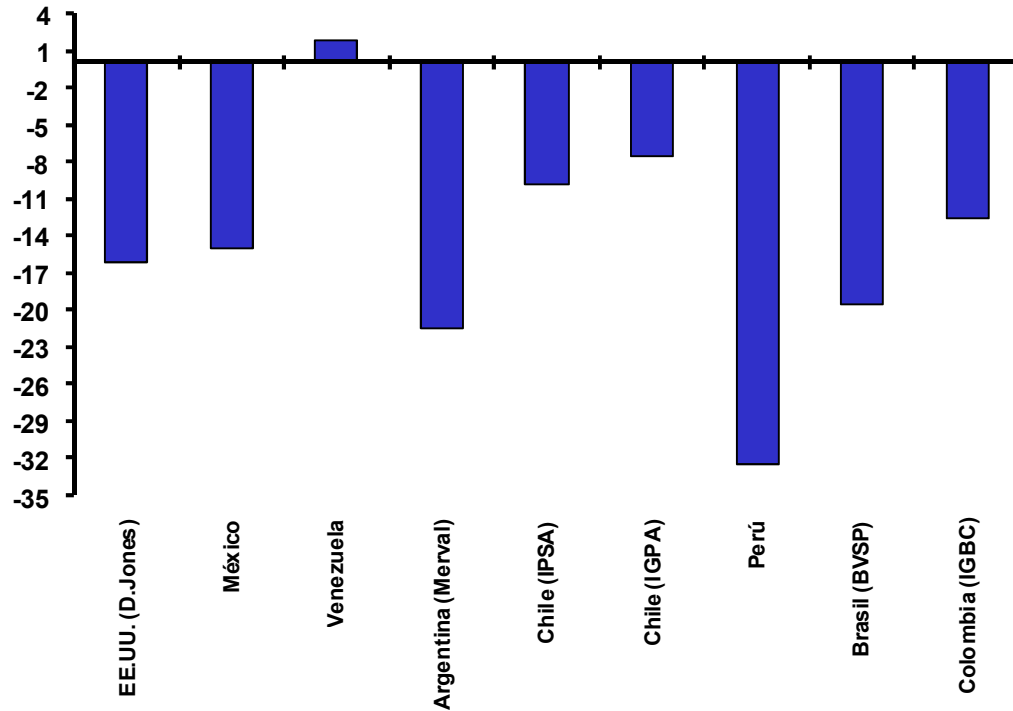
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro N° 4:
Tipo de Cambio al 23 de Septiembre de 2008
(Moneda local/US\$)

23/09/2008	Oficial Bancario	Interbank	Variación desde Dic 07
Argentina	3,1035		-0,0148
Ecuador	25000		0,0000
Brasil	1,8099		0,0174
Chile	532,4750		0,0693
Colombia	2059,3500		0,0205
México		10,6668	-0,0222
Paraguay	3990,0		-0,1600
Peru	2,9380		-0,0200
Venezuela	2,1473		0,0000
Uruguay	20,550		-0,0455

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 2:
Mercados Accionarios 2007: Retornos en US\$ a la Fecha, 23 de Septiembre de 2008
(var.%)



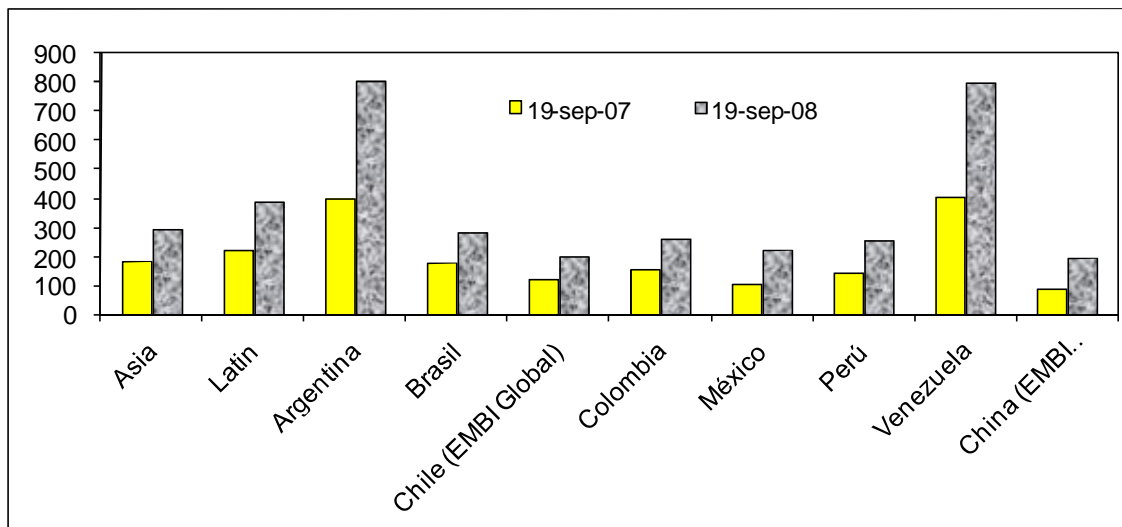
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 5:
Mercado Accionario en Moneda Local
23 de Septiembre de 2008

	CIERRE AYER	Valor al 31 Dic 2007	Var. %
Dow Jones	11.015,7	13.265	-16,96
México (MEXBOL)	25.131,9	29.537	-14,91
Venezuela (IBVC)	38.562,2	37.904	1,74
Argentina (MERVAL)	1.662,5	2.152	-22,74
Chile (IPSA)	2.743,4	3.052	-10,11
Chile (IGPA)	12.983,7	14.076	-7,76
Perú (IGBVL)	11.844,4	17.525	-32,41
Brasil (IBOV)	51.540,6	63.886	-19,32
Colombia (IGBC)	9.331,8	10.694	-12,74

Fuente: Bloomberg.

Gráfico N° 3:
EMBI
Índice de Países, spread Soberanos (pb)



Fuente : JP Morgan

Cuadro N° 6:
Tasa de Referencia de Política Monetaria (al 19 de Septiembre de 2008)

País	Tasa de Referencia					
	19 de septiembre de 2008	sep 08	dic 08	mar 09	jun 09	dic 09
EE.UU.	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50
Brasil	13,75	13,75	14,75	14,75	14,75	14,00
Mexico	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
Chile	8,25	8,25	9,00	9,00	8,50	7,75
Euro area	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50
Japón	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
China	7,20	7,20	7,20	6,93	6,66	6,66

Fuentes: FED y JP Morgan

Cuadro N° 7:
Futuros de Tasas de Interés de E.E.U.U. (al 23 de Septiembre de 2008)

Plazo	23-sep-08	26-dic-08	25-mar-09	25-sep-09
3 Meses	3,2113	3,6955	3,5077	3,2535
6 Meses	3,4650	3,6172	3,5458	3,2234
1 Año	3,5369	3,5463	3,4149	3,1583
3 Años	3,6990	3,7981	3,8623	4,0405
5 Años	4,0580	4,1359	4,1869	4,3185
10 Años	4,4860	4,5372	4,5725	4,6564
30 Años	4,7930	n/a	n/a	n/a

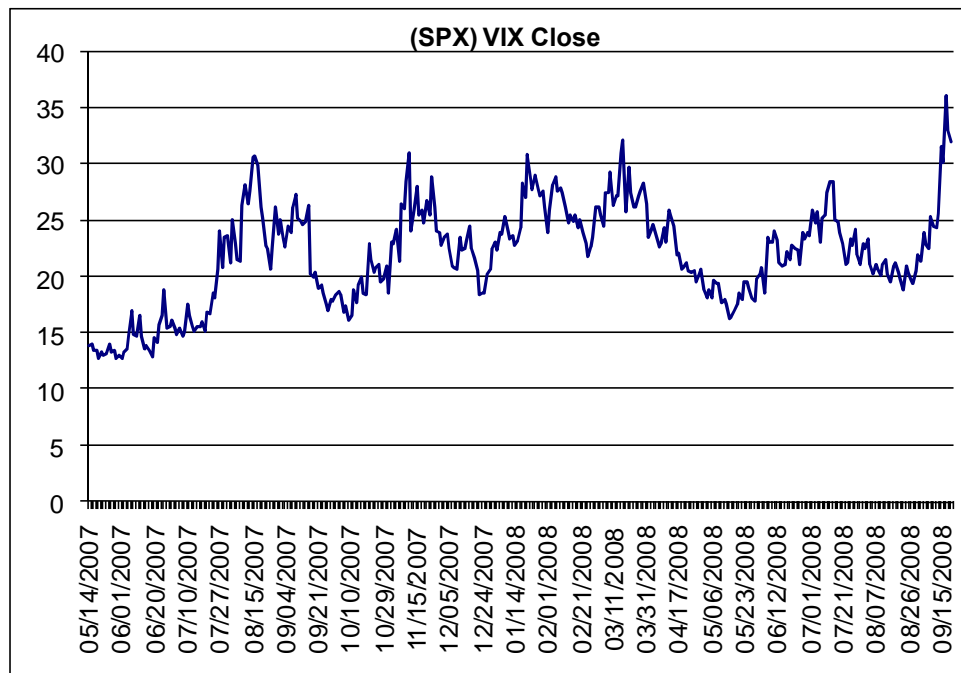
Fuente: Bloomberg.

Cuadro N° 8
Volatilidad de Acciones en Estados Unidos y Rendimientos del Tesoro a 10 años
(al 23 de Septiembre de 2008)

Índice VIX	Tesoro USA 10 años
32,99	3,80

Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 4
Índice VIX
Volatilidad de las Acciones en Estados Unidos, al 19 de Septiembre de 2008



Fuente: Chicago Board of Trade.